(Ingresan a Sala autoridades del Banco Central del Uruguay y el Director de la Asesoría Macroeconómica y Financiera del Ministerio de Economía y Finanzas)

SEÑOR PRESIDENTE.- La Comisión de Hacienda del Senado tiene mucho gusto en recibir al señor Presidente del Banco Central del Uruguay, Economista Mario Bergara y a sus Asesores -esto es, al Superintendente de las Instituciones de Intermediación Financiera, Contador Jorge Ottavianelli, a la Economista Rosario Patrón y al Doctor Daniel Artecona- así como al Director de la Asesoría Macroeconómica y Financiera, Economista Michael Borchardt y al jefe de la Asesoría Tributaria del Ministerio de Economía y Finanzas, Contador David Eibe.

El motivo de la convocatoria tiene que ver con el proyecto de ley enviado por el Poder Ejecutivo, a estudio de esta Comisión, por el que se regula el mercado de valores, que obra en la Carpeta Nº 1397/2008. En ese sentido, hemos recibido a distintas delegaciones, y supongo les habrán llegado las versiones taquigráficas en las que están registradas las opiniones que hemos escuchado con respecto a este proyecto de ley; en función de ello, nos gustaría escuchar las de quienes hoy nos visitan.

Tiene la palabra el Director de la Asesoría Macroeconómica y Financiera.

SEÑOR BORCHARDT.- Estamos muy agradecidos por permitirnos aportar elementos para la discusión del proyecto de ley por el que se dictan normas para regular el mercado de valores.

La ley vigente es de 1976 y, por ende, en este momento sería conveniente introducirle algunas modificaciones que la modernicen y hagan del mercado de valores algo más atractivo que en la actualidad, porque entendemos que tiene un papel fundamental a cumplir en cuanto a la captación de recursos y a la canalización de inversiones, pero hoy no los está cumpliendo y el proyecto de ley que propone el Poder Ejecutivo puede contribuir a ese objetivo.

Por esas razones solicitamos al Banco Central del Uruguay -por ser el que sigue más de cerca estos temas- que hiciera su presentación en este ámbito; posteriormente, estaríamos en condiciones de ingresar a la discusión de los aspectos que hayan recogido los señores Senadores de las visitas de las delegaciones que vertieron aquí sus opiniones.

SEÑOR BERGARA.- Es un gusto compartir el análisis de este proyecto de ley y las ideas que podamos intercambiar a nivel de la Comisión de Hacienda.

A fin de facilitar la presentación, que pretendemos sea relativamente breve para después ingresar en los temas puntuales sobre los que puede haber diversas visiones, propongo repartir un impreso que hemos traído para que se pueda seguir con mayor facilidad el análisis de las ideas principales del proyecto de ley.

Efectivamente, esta iniciativa debe enmarcarse en el conjunto de modificaciones legales y normativas que ha promovido el Poder Ejecutivo en estos años con respecto a una visión de modernización de la institucionalidad, de las reglas de juego en el sistema financiero. Todos somos conscientes de que en cuanto a los objetivos de funcionamiento de un mercado de valores, se mantienen los que se proclamaban en la ley de 1996, pero estamos convencidos de que hubo una serie de aspectos sustanciales del funcionamiento del mercado y de su autorregulación que no ayudaron a un efectivo desarrollo sino que, justamente, la experiencia que se ha dado en doce o trece años es que hoy tenemos un mercado de valores raquítico, donde prácticamente solo operan títulos del sector público. Por lo tanto, los objetivos planteados para el proyecto de ley básicamente mantienen la idea del proyecto original en lo que respecta a propiciar un funcionamiento transparente y eficiente del mercado de valores, que apunte a operar con adecuada información y protección al inversionista. En general, tanto en la teoría como en la práctica, en

los países donde hay mercados de valores desarrollados, queda claro que para que efectivamente este sea un instrumento de financiamiento de las empresas y una opción para que los pequeños inversionistas puedan aportar al financiamiento productivo y el desarrollo del país, es necesario que se tomen las decisiones con la adecuada información y protegiendo los derechos de los accionistas que típicamente deben ser no sofisticados. Así como a nivel de regulación bancaria uno distingue entre los accionistas o inversores que tienen suficiente información como para tomar decisiones y los agentes no sofisticados que de alguna manera son representados por la actividad regulatoria, en el mercado de valores se pretende razonar en términos similares. Por lo tanto, la idea de promover un funcionamiento adecuado del mercado de valores pasa, en buena medida, por el hecho de que haya un esquema regulatorio que garantice que las decisiones se tomen con adecuada información y con las salvaguardas que los inversionistas no sofisticados requieren y merecen. Para esto, obviamente, es necesario recuperar la confianza en el funcionamiento del mercado -lo que es un prerrequisito para su desarrollo- y, a su vez, proponemos no solamente dictar normas de regulación y funcionamiento, sino también pasar a una lógica de promoción activa del mercado de valores incluyendo beneficios de distinta naturaleza, en particular de orden tributario.

Contamos en nuestra delegación con el Director de la Asesoría Macroeconómica del Ministerio de Economía y Finanzas, pero también con el Director de la Asesoría Tributaria, por si los señores Senadores desean explayarse sobre el tema de los beneficios tributarios que están pensados para la promoción del mercado.

En la segunda lámina se desarrolla el porqué de la necesidad de un cambio en el marco legal. En primer lugar, entendemos que en estos años han pasado cosas a nivel nacional e internacional que ameritan revisar la norma legal, de manera tal que acompañe los procesos que se están dando en las operativas e instrumentos de mercado, así como tomar las lecciones del caso con respecto al funcionamiento, tanto a nivel local como internacional, de los mercados de valores, sobre todo en aquellos donde ha habido fracasos más o menos estrepitosos. Es en ese sentido que entendemos fundamental un cambio de enfoque en la lógica regulatoria del mercado, que sea consistente y que proteja a los inversionistas no sofisticados, que tenga una mayor eficiencia del mercado y menores costos de operación para las partes. También decíamos que debíamos lograr una adecuada combinación entre una regulación eficaz y el desarrollo de instrumentos de promoción del mercado de valores en ese esquema de necesaria recuperación de la confianza en el funcionamiento del mercado.

¿Qué aspectos principales se incorporan en esta propuesta de un nuevo marco legal para el mercado de valores? En primer lugar, se incluyen normas sobre derechos de propiedad de valores representados por anotaciones en cuentas, es decir, valores escriturales. Hay una serie de artículos que garantizan los derechos de propiedad asociados a los valores escriturales, que entendemos fundamentales para ayudar a regenerar la confianza en el funcionamiento del mercado de valores. En segundo término, se incorporan normas sobre obligaciones de emisores de oferta pública que apuntan, por un lado, a requerimientos que hacen al gobierno corporativo de tales emisores -sabemos de las experiencias pasadas de emisores que han fallado en su operativa de mercado, en buena medida por insuficiencias y debilidades en materia del gobierno corporativo- y, por otro, a la información de accionistas. Como dijimos hace un momento, es fundamental disponer de información adecuada para proteger los intereses de los inversionistas no sofisticados. En tercer lugar, también se incorpora una regulación de auditores externos de las firmas emisoras y demás agentes de mercado. Aquí puede venir a la memoria el papel que jugaron algunas firmas auditoras en ciertos procesos infelices que registró el mercado de valores en años anteriores. Por lo tanto, la regulación de la operativa de esos auditores externos es fundamental para dar garantías y contribuir a la recuperación de la confianza.

Otro aspecto que se incorpora en el proyecto de ley refiere a normas adecuadas de contabilidad, a los efectos de promover la mayor transparencia informativa. Sin duda, este proyecto debe verse en combinación con otro que está considerando el Parlamento en este momento relativo a la obligatoriedad de aplicar normas internacionales a nivel de información financiera, con la imperiosa necesidad de promover la transparencia de la información corporativa, o sea, de las empresas privadas. En el mundo no hay mercado de capitales que funcione en un marco de opacidad de información por parte de las empresas, porque la

gente presta al que conoce y, por tanto, es imprescindible que fluya la información empresarial de manera transparente y auditada, a efectos de que los agentes puedan tomar decisiones sanas para el financiamiento directo.

Al mismo tiempo, hay aspectos referidos a la regulación de entidades registrantes e incentivos al uso de valores escriturales para dar mayor seguridad a los inversionistas, además de reducir los costos operativos y de funcionamiento.

¿En base a qué elementos se proponen estos cambios, estas incorporaciones o modificaciones al marco legal? Esencialmente, en base a diagnósticos efectuados en los últimos años, tanto por consultores de organismos internacionales -en particular, aquellos asociados el funcionamiento del mercado de valores, como la Asociación Internacional de Supervisores de Valores (IOSCO)- como por otros organismos internacionales, y también en base a diagnósticos y evaluaciones sobre la experiencia nacional que existe en la materia. Prácticamente todos coinciden en que uno de los principales problemas que llevaron a que en estos años el mercado de valores no haya podido desarrollarse, refiere a insuficiencias en las potestades del organismo regulador, en la medida en que éste no estaba en condiciones de realizar controles prudenciales. Me refiero a la definición de restricciones técnicas que permiten la no asunción excesiva de riesgos por parte de quienes obtienen el financiamiento a través del mercado.

A su vez, esas potestades insuficientes del regulador debilitaban tanto la transparencia como el buen funcionamiento del mercado, así como la capacidad del regulador de proteger los intereses de los inversores minoristas, es decir, de los inversionistas no sofisticados; además, no tenía potestades adecuadas para sancionar en caso de detectar infracciones o delitos.

Por lo tanto, también existían insuficiencias en materia de normas regulatorias -inclusive, para la obtención de información en los casos en que se estaban investigando infracciones- y en el intercambio de información ante delitos en mercados de valores. Aquí estamos hablando de intercambio de información con otros organismos, pero también con reguladores del exterior; algunas veces, precisamente, es imprescindible o conveniente intercambiar información cuando hay operaciones transfronterizas.

Además, este es un tema que al día de hoy ha cobrado cierta actualidad a partir de una decisión de la Comisión de Valores en Argentina a la que, si existe interés, podemos referirnos luego.

En cuanto a los problemas diagnosticados por parte de consultores y autoridades, se tienen en cuenta también las deficiencias que, de alguna manera, se detectaban a partir de una lógica autorregulada en el mercado, sobre todo en el segmento que atiende al inversor minorista. Existía ausencia de reglas de idoneidad para intermediarios, debilidad en la supervisión del cumplimiento de normas que regulan la negociación y la conducta profesional de los intermediarios de valores -inclusive con relación a normas que habían sido establecidas por las propias bolsas- y falta de aplicación de procedimientos disciplinarios y de capacidad para imponer sanciones y suspender la participación en el mercado de intermediarios que cometieran infracciones.

A nivel de la experiencia local, en esta lógica en donde predominaba la autorregulación, de hecho había cierta ambigüedad en las potestades dadas al regulador, por un lado, y a las bolsas, por otro, de manera tal que no contribuyó a un espacio de cooperación entre los distintos organismos para conseguir un buen funcionamiento del mercado. A su vez, existían dificultades de supervisión de las bolsas respecto de sus propios miembros que, inclusive, no aseguraban el cumplimiento de las normas de conducta establecidas por ellas. Además, la intervención de manera subsidiaria por parte del regulador -que se da cuando la bolsa no actuó en su momento- se tradujo en dificultades y, a veces, hasta en inoportunidades en materia sancionatoria.

A nivel internacional, está claro que en mercados de mayor difusión la autorregulación basada en bolsas ha sido sustituida por la regulación con asiento en entidades independientes de las bolsas. En ese

sentido, también podemos desarrollar alguna información que, de alguna manera, contradice ciertas posiciones planteadas en la Comisión de Hacienda en cuanto a qué naturaleza tienen los distintos reguladores de los mercados de valores a nivel internacional. Básicamente, aquí se está haciendo referencia a reguladores de carácter estatal e independientes de las bolsas de valores.

Asimismo, también está claro algo: en mayo de 2009 huelga mencionar demasiado el hecho de que, a nivel internacional, la crisis financiera tuvo su origen, en buena medida, en aquellos mercados con insuficiente regulación en instituciones y en productos financieros que no estaban muy comprendidos y mucho menos regulados.

En consecuencia, esto reclamaba un cambio en el enfoque regulatorio, sobre todo cuando es necesario recuperar aspectos subjetivos, como es la confianza en el funcionamiento del mercado de valores. Por lo tanto, en este proyecto de ley estaba planteado asignar potestades al regulador estatal para regular, supervisar y sancionar a los agentes del mercado; se buscaba fijar normas para intermediarios de valores en cuanto a requerimientos de capital según riesgos. Estamos hablando de una lógica prudencial que haga que los intermediarios y los emisores que toman más riesgos tengan más requerimientos de capital. Asimismo, también se procura la adecuación del régimen sancionatorio, fijando multas que están graduadas para distintas situaciones para los emisores. De alguna manera, también se trata de dejar la lógica de la autorregulación a los aspectos operativos de los mercados. En otras palabras, se busca que la regulación no sea excesivamente intrusiva en los aspectos operativos, sino que se centre en dar incentivos adecuados para la no toma de riesgos excesivos y para sancionar infractores, dejando que los aspectos más operativos del funcionamiento de los mercados queden en una órbita autorregulada en el sector privado.

A su vez, este cambio en el enfoque regulatorio amplía las potestades para intercambiar información con reguladores extranjeros, siempre manteniendo la lógica de la confidencialidad, en el sentido de que se puede transmitir información a reguladores de mercados de valores en el exterior, conservando la lógica de reserva que tiene el Banco Central del Uruguay. Quiere decir que no es una información para ser utilizada en el exterior y transmitida a autoridades de otra naturaleza, o sea, que no sean reguladores de mercados de valores. Tampoco es una información para ser manejada en los casos de delitos de mercados de valores u otros como, por ejemplo, el uso de información privilegiada, la manipulación de mercado, la inducción a actuar en base a información engañosa, es decir, típicas infracciones o delitos que derivan del propio funcionamiento del mercado de valores. Además, el proyecto de ley asigna potestades para requerir información de entidades no reguladas y para sancionar en los casos en que esas entidades se nieguen a brindar la información solicitada.

Este nuevo enfoque regulatorio implica una regulación prudencial en base a riesgos y la eliminación del conflicto de interés entre la entidad de supervisión y los supervisados, lo cual estaba implícito en la autorregulación. Asimismo, con la adecuación de las sanciones, procura operar sobre los objetivos de manera sana, buscando un menor riesgo sistémico, una mayor eficiencia del mercado, una mayor protección de los inversionistas no sofisticados y menores costos de operación, así como una mayor protección para los propios intermediarios.

Por lo tanto, tal como planteamos en la diapositiva, una regulación eficaz es la base de la confianza de los inversores y, realmente, la recuperación de la confianza en el funcionamiento del mercado de valores es el prerrequisito para que el mercado vuelva a desarrollarse.

En consecuencia, poniendo el énfasis en la regulación, en los aspectos de toma de riesgo y en las sanciones, complementado con la autorregulación en aspectos operativos, debemos agregar una tercera pata -por decirlo de alguna manera- que es la de la promoción del mercado. Si bien se asigna al Banco Central, a través de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación de Servicios Financieros, las funciones de regulación y supervisión del mercado de valores, el proyecto de ley está promoviendo la creación de una Comisión de Promoción del Mercado de Valores, integrada por representantes del Ministerio de Economía y Finanzas, por las bolsas y por sus principales inversores

institucionales, léase las AFAP en el Uruguay. Esa Comisión va a tener como objetivo la determinación de actividades de promoción del mercado de valores. Está claro que así como se concentran en el sector público, en el Estado, la regulación y la supervisión, en las tareas de promoción se plantea como imprescindible la coordinación público privada.

Estos son los aspectos básicos que propone el proyecto de ley y algunos lineamientos de la filosofía con la que se trabajó, de manera de apuntar a resolver una situación que está en la realidad, y es que los intentos que ha habido para desarrollar el mercado de valores hasta el momento, con los instrumentos de autorregulación y los dispuestos en el marco legal, no han sido fructíferos ni satisfactorios.

Por consiguiente, a partir de esa experiencia y de las vividas a nivel internacional, el nuevo proyecto de ley apunta a dar instrumentos adecuados, tanto en lo que tiene que ver con la lógica de la regulación como con la promoción del mercado de valores, que brinden una nueva oportunidad, si se quiere, al país, en el sentido de poder regenerar y desarrollar un mercado de valores en el sistema financiero.

Quedamos a disposición de los señores Senadores para responder las consultas y planteamientos que deseen hacer sobre este tema o con referencia a la opinión que han tenido otros agentes sobre el proyecto de ley.

SEÑOR COURIEL.- Señor Presidente: por un lado, el señor Presidente del Banco Central anunció decisiones tomadas por parte del Mercado de Valores de Buenos Aires y, por otro, también leí en la prensa algunas decisiones asumidas por el Gobierno argentino sobre capitales argentinos que pudiesen venir al sistema financiero uruguayo, de manera que sería de sumo interés contar con información en ese sentido.

A su vez, nos gustaría que los invitados hicieran un comentario sobre las propuestas realizadas por parte de los integrantes de las bolsas de valores; en especial, me refiero a la integración de una Comisión Nacional de Valores, que no sólo tenga funciones de promoción, sino también de asesoramiento -e iniciativa- al Poder Ejecutivo en materia de promoción y de regulación.

SEÑOR BERGARA.- Efectivamente, en el día de hoy ha trascendido en la prensa argentina una decisión de la Comisión Nacional de Valores de ese país, con respecto al hecho de que solo se iban a habilitar operaciones cursadas por parte de la Comisión Nacional de Valores por agentes de mercado, siempre que esas operaciones sean efectuadas u ordenadas por sujetos constituidos o que residan en dominios, jurisdicciones, territorios o Estados asociados que no estén incluidos en un listado que consta en el Decreto Nº 1344/98, que es reglamentario de la Ley de Impuesto a las Ganancias y está publicado en la Unidad de Información Financiera de la República Argentina. Ese listado no incluye al Uruguay como tal y, de alguna manera, dice que no habilitará que se dé curso a operaciones hechas por sujetos cuyas residencias estén en países o jurisdicciones que figuren en ese listado. Este contiene 88 Estados o jurisdicciones, entre los cuales no está el Uruguay como país, sino que, en el lugar 53, figura solamente el régimen aplicable a las sociedades anónimas financieras de inversión -las SAFI- de la República Oriental del Uruguay. Si nos atenemos a ese inciso, la Comisión Nacional de Valores no cursaría operaciones originadas u ordenadas por las SAFI del Uruguay. Eso no nos genera ningún impacto relevante medianamente directo, por la sencilla razón de que coincidimos con la idea de que las SAFI deben dejar de operar en las condiciones previstas por la ley correspondiente. Por esa razón, la Ley de Reforma del Sistema Tributario no solamente prohibía la generación de nuevas SAFI, sino que dio un plazo que culmina el 31 de diciembre de 2010 para que las actuales se adecuen al régimen general de sociedades. Desde ese punto de vista, repito, no vemos que la resolución de la Comisión Nacional de Valores de Argentina vaya en contra de una filosofía contra la que fueron el Poder Ejecutivo, el Gobierno y el Parlamento al aprobar la Ley de Reforma del Sistema Tributario. En la decisión de la Comisión Nacional de Valores hay un segundo inciso que refiere a que tampoco se cursarían operaciones de agentes radicados en países que, si bien estén regulados por organismos análogos a esa Comisión -que aquí sería la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central- no acrediten que ese organismo tenga firmado un memorándum de entendimiento con la Comisión Nacional de Valores de Argentina para la cooperación y el intercambio de información. Es cierto

que nosotros aún no tenemos un memorándum de entendimiento entre el Banco Central y la Comisión Nacional de Valores de Argentina firmado para el intercambio de información con respecto al tema de mercado de valores, pero es algo que está en proceso y seguramente va a culminar antes de fin de mes. ¿Por qué digo esto? Porque a nivel del Subgrupo 4 de Asuntos Financieros del Mercosur ya hay acordado un texto de un memorándum de entendimiento entre los organismos reguladores del mercado de valores de los cuatro países originales -es decir, Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay- y en la próxima reunión de ese Subgrupo, que se va a realizar a fines de este mes, los cuatro países estarían llevando la posición definitiva para su firma. A nivel del Banco Central, ya tomamos resolución a favor de firmarlo, por lo que, a no ser que medie alguna objeción por parte de los otros países, se estaría firmando entre estos cuatro países -y, por lo tanto, esto incluiría a la Comisión Nacional de Valores de Argentina- un Memorándum de Entendimiento, Cooperación e Intercambio de Información relacionado con temas de mercado de valores.

Quiere decir que si bien este segundo inciso puede ser aplicable a operativas de entidades uruguayas, sólo lo sería hasta la firma de este memorándum que, como dije, está prevista para antes de fin de mes en el marco de la reunión del Subgrupo 4 del Mercosur.

Entonces, con respecto a las decisiones de Argentina, de alguna manera apuntamos a desdramatizarlas como un elemento que pueda afectar las operaciones en Uruguay. Entendemos que si bien en los últimos meses ha habido un flujo de capitales, de depósitos, de Argentina hacia Uruguay, nosotros seguimos representando un porcentaje muy menor. Las propias autoridades argentinas han manejado que en lo que va del año habrían salido más de US$ 4.000:000.000 de ese país y, hasta fines de abril, nosotros tenemos registrada una cifra que es del orden de los US$ 150:000.000, lo que quiere decir que estamos por debajo del 5% de los capitales que según las autoridades argentinas están saliendo de ese país. La decisión de la Comisión Nacional de Valores se da en el contexto de medidas que está tomando la República Argentina tratando de evitar la salida de depósitos o de capitales.

En síntesis, la idea es desdramatizar un poco este aspecto por lo recién mencionado.

En cuanto a las SAFI, quiero decir que estamos de acuerdo y hemos propuesto eliminarlas y, en lo que tiene que ver con el memorándum de entendimiento, también estamos de acuerdo, y lo más factible es que esté firmado antes de fin de mes.

SEÑOR COURIEL.- Quiere decir que, en este momento, de acuerdo con la información que brinda el señor Presidente del Banco Central, en el ámbito financiero no habría ningún tipo de problemas con Argentina. Hago esta apreciación porque los medios de comunicación permanentemente están generando una especie de situación crítica o de conflicto en la que se pone a Argentina como que fue quien denunció a Uruguay en la OCDE, y vuelve a aparecer en los medios la idea de que Argentina considera a Uruguay un paraíso fiscal. Nosotros hemos hecho todo un esfuerzo, y si miramos las características de los paraísos fiscales, vemos que de alguna manera la Reforma Tributaria eliminó uno de los elementos centrales, que es la nula o baja tributación.

Entendí perfectamente la relación con la Comisión de Valores de Argentina y con las SAFI. Ahora bien, quiero saber si en estos momentos hay otros elementos que puedan generar conflicto con Argentina en materia financiera.

SEÑOR BERGARA.- Nosotros no vemos que haya ningún tipo de conflictos; obviamente, en Uruguay y en Argentina hay marcos legales diferentes que a veces provocan que cosas que pueden ser consideradas como delitos -sobre todo en lo referente a la ley cambiaria argentina- no sean tales en el Uruguay, pero esos son aspectos preexistentes.

SEÑOR COURIEL.- ¿A qué se refiere?

SEÑOR BERGARA.- En realidad, hay operaciones que son absolutamente legítimas desde el punto de vista de la compra de títulos en pesos en Argentina y de la venta de esos títulos en dólares que, de alguna manera, son operaciones legítimas en sí mismas, pero que pueden estar siendo usadas en ese país como un elemento de compraventa de moneda extranjera que no estamos seguros que respeten toda su normativa cambiaria. No obstante, desde el punto de vista jurídico, nosotros no tenemos ninguna observación con respecto a esa clase de transacciones.

Reitero que el caso de Uruguay con respecto a la salida que las propias autoridades argentinas manejan, sigue siendo, como antes se decía, de "caja chica". Estamos en el 3% o 4% de ingresos de depósitos en el Uruguay de lo que las propias autoridades argentinas están manejando como salida de depósitos en los últimos cuatro meses. Básicamente, no vemos problemas desde este punto de vista; el único pequeño paréntesis es hasta que no se firme este memorándum de entendimiento, pero nosotros creemos que esto se hará en cuestión de veinte días, por lo que no habría que tomar esta situación con ningún dramatismo.

SEÑORA PATRÓN.- Quisiera agregar una observación frente al planteo del señor Senador Couriel. En realidad, la Comisión Nacional de Valores de Argentina, firmante de estas medidas, bien tendría que saber que en el ámbito del Mercosur, los cuatro países originarios habían culminado un acuerdo para intercambiar información en los temas de mercado de valores. En realidad, hace bastante tiempo -casi seis meses- que la versión final de ese acuerdo se finiquitó como ámbito de intercambio entre las delegaciones, y simplemente quedó a la espera de la aprobación de las autoridades respectivas para llevarlo en el mes de mayo a efectos de que sea aprobada en el ámbito del Mercosur.

Simplemente, sorprende un poco que estas medidas surjan cuando nosotros ya estamos por hacer un convenio con Argentina, Brasil y Paraguay relativo a estos temas.

SEÑOR BERGARA.- De no haber más observaciones sobre este tema, pasaría al segundo aspecto de la consulta del señor Senador Couriel. Evidentemente, hay un matiz entre lo que plantea el proyecto de ley -que por lo tanto es opinión del Poder Ejecutivo y del Banco Central- y lo que proponen algunos agentes, en particular de la Bolsa de Valores de Montevideo, respecto de hasta dónde llegan las potestades del regulador estatal y de las funciones o potestades de la Comisión Nacional de Valores. Ambos estamos planteando que haya un regulador y que exista una Comisión de Valores, pero seguramente hay un matiz con respecto a los temas de regulación.

Entiendo que la Bolsa de Valores ha planteado en esta Comisión la conveniencia de que las normas regulatorias se analicen y definan a nivel de la Comisión de Valores -además de ocuparse de las actividades de promoción- dejando exclusivamente las tareas de supervisión para el regulador estatal, es decir, para la Superintendencia de Servicios Financieros. Esa es la visión que nosotros tenemos con relación a la imperiosa necesidad de que las normas regulatorias sean emitidas por los propios agentes del mercado; pensamos que la regulación tendría que ser emitida por una entidad estatal independiente de los agentes del mercado, en particular, en este caso, por el Banco Central a través de la Superintendencia de Servicios Financieros.

Inclusive, como decía hace un rato, creo que también tenemos algún matiz en cuanto a la veracidad de la información, en el sentido de que, en los países que se han mencionado, los agentes reguladores son esencialmente agentes estatales e independientes de las bolsas en los respectivos países. Si mal no recuerdo, se había mencionado a Colombia y a Chile. En cuanto a la organización regulatoria hay diferencias, porque no en todos lados la regulación del sistema y del mercado de valores está dentro del Banco Central, como sucede aquí ahora; lo que sí sucede en todos esos lados es que esta regulación está en manos de un organismo estatal e independiente de las bolsas de valores. Nosotros entendemos que tanto una evaluación de la experiencia uruguaya como las mejores prácticas en este sentido a nivel internacional, indican que es conveniente que la regulación y la supervisión se hagan desde la órbita estatal y en forma independiente a los agentes de mercado. Sin embargo, se entiende conveniente que exista una Comisión de Valores dedicada a la promoción del mercado de valores, en la que participe tanto

el sector público como el privado, es decir, tanto los oferentes como los demandantes. En síntesis, respecto a este tema existe un matiz entre la opinión del Poder Ejecutivo y la de la Bolsa de Valores de Montevideo sobre este tema, lo que desde nuestra visión no es menor. Además, creemos que desde el punto de vista conceptual y de la evaluación que se puede hacer de lo que ha sido una lógica predominantemente de autorregulación en el mercado de valores, en la actualidad es conveniente ir a un esquema y a un enfoque regulatorio que reserve la regulación y la supervisión a la Superintendencia de Servicios Financieros y la promoción de este mercado a esa Comisión Nacional de Valores que propone el proyecto de ley.

SEÑORA PATRÓN.- Con respecto a este tema quisiera agregar que, en primer lugar, a nivel internacional, la expresión "Comisión de Valores" se usa para reguladores estatales. A nivel mundial no hay ninguna comisión de este tipo que esté integrada por el sector privado y, a lo sumo, en algunas jurisdicciones tienen comisiones asesoras que escuchan a la industria financiera, permitiendo así que se exprese. Esto lo hace cualquier organismo estatal en cualquier país.

En este caso, el Ministerio de Economía y Finanzas y, en especial, el Banco Central, está estableciendo una Comisión de Promoción del Mercado de Valores, pero reitero que a nivel internacional, la Comisión de Valores está en manos del regulador estatal. Sí existen en algunas jurisdicciones organismos de autorregulación, independientes de las bolsas, que ofician como un primer organizador y fiscalizador del mercado y en los que participan actores de la propia industria, quienes ejercen estas potestades. Uno de estos casos se da en Colombia pero allí, a su vez, hay un regulador y un supervisor estatal. Quizás el tamaño del mercado colombiano, al igual que el de los Estados Unidos, aconseja tener una supervisión de dos niveles pero, en el caso de nuestro país, eso no parece ser necesario.

También quisiera comentar dos aspectos que se mencionaron en la reunión que tuvo esta Comisión con representantes de la Bolsa de Valores de Montevideo, relativos a las observaciones que plantearon respecto al peligro de que se produzca una sobrerregulación del mercado de valores por parte del regulador estatal. A su vez, mencionan un par de cuestiones sobre las que creo vale la pena conversar porque son muy importantes.

El señor Urraburu mencionaba como un ejemplo de sobrerregulación el hecho de que se exigiera calificación de riesgo a cualquier emisión que fuera al mercado, sin tener en cuenta que algunas de ellas podrían ser muy chicas. Sin embargo, en algún momento la regulación exceptuaba de calificación a las emisiones menores a US$ 3:000.000.

Hacemos esta apreciación habida cuenta de lo que ocurrió en el mercado de obligaciones negociables en este país, pues las primeras emisiones se hicieron muy rápidamente, sin calificar. En realidad, más allá del episodio de fraude de Granja Moro, buena parte de las emisiones -ya que no fueron todas- de ese mercado no cumplieron después con sus obligaciones. Esto ocurrió por el simple hecho de que eran emisiones que no deberían haber tenido lugar, en la medida en que solamente se hicieron para sustituir deuda bancaria y, en realidad, los bancos eran conscientes de que esas entidades eran malas pagadoras, de que fueron al mercado y no tuvieron calificación de riesgo, de que colocaron entre el público minorista -porque fue minorista en esa época- y luego no pagaron. En realidad, obtuvieron el dinero y le pagaron a los bancos, pero no a los inversionistas, hecho que destrozó el mercado de obligaciones por mucho tiempo.

Después vino la crisis de 2002 que no hizo mucho por recuperar el mercado de valores, pero cuando éste comienza a recuperarse un poco, empiezan a aparecer emisiones menores de US$ 3:000.000 para evitar la calificación, hecho que auguraba la posible ocurrencia de lo mismo y que algunas no fueran lo suficientemente valiosas, aunque al no haber calificación de riesgo, la gente las comprara igualmente. Entonces, para preservar la confianza y para que se pudiera desarrollar el mercado de obligaciones, el Banco Central del Uruguay estableció que la calificación de riesgo tenía que operar en todos los casos. Además, se entiende que una empresa que va al mercado de valores debe tener espaldas un poquito anchas. En realidad, no se está hablando de las pymes, sino de empresas grandes que, por el hecho de salir al mercado con emisiones pequeñas, no tenían la obligación de calificar.

Ese es un ejemplo de sobrerregulación que puso el señor Urraburu, y nosotros entendemos que es para preservar la mínima confianza que debe tener el mercado para funcionar y no tener problemas después porque la gente se sienta defraudada. Hay que tener en cuenta que si los inversores cumplieron, pero después la empresa hace un “default”, el regulador nada podrá hacer por ellos en esa instancia; sí podrá hacerlo antes, estableciendo una regulación de mercado que sea adecuada para preservar que estén los elementos mínimos en manos del inversor cuando debe tomar la decisión.

Se dio otro ejemplo de autorregulación que, en realidad, no es tal y que también está relacionado con la información que deben dar los inversores al público. Efectivamente, si un emisor de oferta pública no puede dar información al público cada tres meses, es porque se trata de una empresa mal organizada y, por ende, no debería ir al mercado. En general, las empresas bien organizadas tienen balances mensuales. Parece de toda lógica la exigencia del Banco Central del Uruguay en el sentido de que cada tres meses se transparente esa información al mercado para que los inversores puedan ver cuál es la evolución de la empresa en ese período. Además, lo hemos hecho en consonancia los cuatro países del Mercosur, porque en realidad ese es el estándar en todas partes del mundo.

No quería dejar de mencionarlo porque, efectivamente, a veces da la impresión de que el regulador tiene demasiado celo y puede ahogar al mercado, pero en este caso son ejemplos de cómo está tratando de que este último se desarrolle sobre bases firmes y no que ello suceda en un año o dos, cayendo todo después por estar basado en empresas poco serias.

SEÑOR PRESIDENTE.- Me permito interrumpir a la Economista Patrón para decir que recuerdo la mención del señor Presidente de la Bolsa de Valores; incluso, habló de la existencia de una empresa importante que se veía en la imposibilidad de cumplir y que, como consecuencia, la sacaríamos del mercado. Me importa mucho todo lo relativo a la información que se pide por parte del Banco Central, porque es algo que se hace en todas partes del mundo y está dentro de las normas de todas las empresas; no es nada exorbitante ni extraño solicitar algo como lo que está en el proyecto de ley, por ejemplo, en cuanto a la información de los balances.

No me gustaría hablar en particular, pero como se mencionó una empresa que es importante en el Uruguay, nos quedamos un poco preocupados y nos gustaría saber algo más al respecto.

SEÑORA PATRÓN.- Me resulta un poco divertido porque el señor Urraburu primero dice que no va a nombrar la empresa pero termina haciéndolo, por lo que creo que podemos mencionarla todos.

SEÑOR COURIEL.- ¿Qué empresa es?

SEÑORA PATRÓN.- Se trata de Conaprole, señor Senador.

En realidad, la experiencia de que Conaprole haya ido al mercado de valores ha sido muy valiosa. Cabe destacar que esta empresa tiene una estructura de gobierno corporativo, Directores, el Grupo de los 19, etcétera, y debe dar una serie de pasos para aprobar sus estados contables y demás, que es un poco complicado en comparación con otras que no tienen esa estructura cooperativa. En concreto, lo que ocurre es que ahora la ley dice -no el Banco Central- que los estados contables que importan -los que valen- son aquellos consolidados de cada grupo económico. Por lo tanto, en este caso y en todos los otros, Conaprole debe consolidar sus estados contables con los de otras empresas que forman parte de su grupo, que son algunas cooperativas de tamaño bastante menor. El señor Urraburu hacía referencia a que, quizás, el plazo de treinta días para presentar los estados contables consolidados no le fuera suficiente, habida cuenta de todo este proceso tan complicado para su aprobación que tiene la propia Conaprole.

En realidad, este no es un problema fundamental; en todo caso será un tema de plazos, pero lo cierto es que uno debe contar con la información consolidada de los grupos económicos en el mercado. Imaginen que en este momento, por ejemplo, el Citigroup Uruguay dijera que quiere hacer una emisión de bonos y nosotros observáramos que su balance está muy bien capitalizado; en realidad, estaríamos viendo la mitad de la película porque lo que importa es la situación de todo el grupo. Si mañana la casa matriz tiene un problema y opta por llevarse parte de la sucursal de Uruguay, el inversor no habrá tenido la información suficiente como para saber si podía invertir o no en esos bonos. Pongo este ejemplo por mencionar un grupo, pero podría hablar de cualquier otra empresa que tuviera grandes intereses internacionales; lo importante es ver cuál es el estado de situación del grupo consolidado para que el inversor sepa en qué va a invertir. Lo demás es un tema de plazos; tiene que ver con solucionar una situación particular que se da en el caso de Conaprole porque tiene un gobierno compartido. En otros casos, las empresas pueden llegar a tener los consolidados en determinados plazos. De todas formas, tampoco puede tratarse de un plazo muy extenso porque la información debe ser oportuna; si me voy a enterar que la empresa estaba mal seis meses después, tampoco me sirve.

Por otro lado, originalmente habíamos propuesto -sigue estando en el proyecto de ley- que los intermediarios de valores tenían que ser sociedades anónimas, sociedades de bolsa, y además pedimos que tuvieran objeto único, es decir que se dedicaran al negocio de intermediación en valores y no a otras cosas que, a veces, poco tienen que ver con él. En ese caso se da una combinación de cuentas que después hace difícil evaluar qué es lo que corresponde a la intermediación de valores y qué se relaciona, por ejemplo, con el campo del dueño de la sociedad.

SEÑOR COURIEL.- Los representantes de la Bolsa Electrónica de Valores hablaron aquí de diversos objetos de las bolsas y no se refirieron solamente a valores, sino también a dinero, a cambios y a préstamos “call money”. Quisiera saber si se está haciendo referencia a ello, además de que me gustaría que efectuaran algún comentario con relación a esas manifestaciones.

SEÑORA PATRÓN.- No, señor Senador. Me estoy refiriendo a un artículo del proyecto de ley que no fue mencionado por ninguna de las dos bolsas; simplemente me detuve en él para trasmitirles qué pensamos sobre eso.

En el numeral 3 del artículo 97 se determina que para ser inscrito en el Registro de Intermediarios de Valores del Banco Central se deberá acreditar, entre otros requisitos, ser sociedad anónima con acciones nominativas. A continuación, se expresa: “En el caso de personas físicas que a la fecha de la sanción de la presente ley actúen como intermediarios de valores en forma de empresas unipersonales, podrán continuar haciéndolo mediante esa forma jurídica”, etcétera. En realidad, esta redacción tiene un dejo de compromiso; pensamos que por el bien de los intermediarios y de quienes deben evaluar los riesgos de éstos, sería bueno que dichos intermediarios fueran sociedades anónimas con un patrimonio dedicado a la intermediación de valores. Si además, como personas físicas, quieren dedicarse a cualquier otra actividad, podrán hacerlo.

La solicitud de la Bolsa de Valores de Montevideo -creo que fue planteada por esa bolsa- de que quienes en este momento sean personas físicas puedan continuar siéndolo en el futuro, según me comentó el señor Urraburu, tiene que ver con razones más bien tributarias que de otra índole. En definitiva, pensamos que sería bueno que todos los intermediarios fueran sociedades de bolsa y que, en todo caso, el tratamiento tributario que tuviera esa actividad fuera el adecuado. Esto es algo que quería dejar sentado como un elemento de relativa importancia.

En cuanto a lo que planteó el señor Senador Couriel con respecto a los comentarios realizados por la otra bolsa, hay dos puntos a diferenciar. Uno es el tema de la autorregulación. Ellos insisten en que debería seguir existiendo, pero lo que sucede es que Bevsa no es solamente una bolsa de valores, sino que es una plataforma electrónica que brinda muchos servicios; además de prestar las funciones que su directiva dice -transacciones en valores, mercado de dinero y de cambio- también provee a los bancos, o

sea, a sus accionistas, de una serie de servicios de diversa naturaleza -para lo cual utiliza la plataforma electrónica- que en realidad no tienen nada que ver con lo que es una bolsa en sí misma.

En el proyecto de ley planteamos que la bolsa de valores debe tener objeto exclusivo, y nos referimos a que debe tener el objeto que tienen las bolsas de valores aquí y en cualquier parte del mundo, que es la intermediación entre la compra y la venta de valores. Además, se dice que operaciones conexas que sean autorizadas por el Banco Central, también podrán ser realizadas por las bolsas. Por operaciones conexas probablemente entendemos la operación de mesa de dinero y de cambios pero, en última instancia, esto también lo podrían hacer bajo una figura jurídica diferente, que no sea la de bolsa de valores. Podrían seguir haciendo esas operaciones, en realidad, aunque no las realizaran en tanto Bevsa; es más, el Banco Central ya le ha pedido que algunas de esas operaciones accesorias de servicios que brindan a los bancos sean llevadas a cabo con otra figura jurídica, y a este respecto tienen una empresa diferente con la cual empezaron a prestar esos servicios.

Entonces, la problemática de Bevsa también es diferente, porque es no minorista, ya que los que transan ahí son instituciones especializadas, como bancos, AFAP y algún otro organismo paraestatal, pero que también está especializado en inversión en valores. Por otro lado, prácticamente todas las instituciones que operan en Bevsa están, a su vez, muy supervisadas por el Banco Central, porque son bancos o AFAP.

En consecuencia, la preocupación por las operaciones de Bevsa, en realidad no tiene que ver con lo que el señor Presidente del Banco Central del Uruguay estaba explicando en cuanto a la protección del inversor minorista porque, francamente, este no opera en Bevsa, y si lo hace, es a través de instituciones más grandes que lo asesoran o lo representan, como es el caso de las AFAP, que representan al conjunto de sus afiliados, pero tienen departamentos de inversión especializados para saber lo que están haciendo.

Entonces, para nosotros es bastante difícil elaborar una ley aplicable a las dos bolsas cuando, en realidad, ambas tienen características muy diferentes. En definitiva, nosotros debemos plantearla en los términos de lo que es una bolsa de valores en su sentido más tradicional. Como dije, en lo personal pienso que Bevsa es una plataforma electrónica que sirve para muchas cosas, una de las cuales es transar en valores.

SEÑOR BERGARA.- Nuestra intención -justamente quería consultar al respecto a los señores Senadores de la Comisión- también, es aportar algunas pequeñas modificaciones que hacen al artículo 9º, que refiere a las atribuciones del Banco Central y, además, plantear una “peinada” -llamémosle así- de la ley en relación con lo que son las atribuciones del Banco Central y de la Superintendencia de Servicios Financieros, a la luz de la nueva Carta Orgánica de la Institución aprobada en el mes de octubre. Precisamente, este proyecto de ley fue elaborado antes de la aprobación de la nueva Carta Orgánica y, por lo tanto, de la nueva organización de la actividad regulatoria dentro del Banco Central. Se trata, simplemente, de un ajuste de la ley a esa lógica y, básicamente, lo que estaríamos proponiendo es que en los próximos días podríamos hacerles llegar una versión con esas pequeñas modificaciones que no hacen al espíritu del asunto, pero sí a la corrección organizacional e institucional.

Por lo tanto, si los señores Senadores están de acuerdo, en el correr de esta semana enviaríamos una versión comparada del proyecto de ley con las modificaciones sugeridas.

SEÑOR PRESIDENTE.- No tenemos ningún inconveniente en ese sentido. Esperaremos, entonces, estas modificaciones, que son ajustes de redacción en función de lo que ya ha votado este propio Parlamento.

SEÑOR SARAVIA.- Sólo me ha quedado un aspecto en el tintero, que tiene que ver con algo que creo que, al principio, ha comentado el Economista Bergara y que también ha sido mencionado por el señor Urraburu; me refiero a las exenciones impositivas. Me gustaría escuchar algún comentario al respecto, porque ese fue un tema del proyecto de ley que quedó para complementar.

SEÑOR EIBE.- En primer lugar, voy a hacer una reflexión de carácter general.

Es evidente que el proyecto de ley, además de los aspectos regulatorios, tiene un claro sentido promocional que se manifiesta en disposiciones que incorporan exoneraciones y reducciones de tasas en materia de Impuesto a la Renta de las Personas Físicas, de Impuesto a la Renta de los no Residentes, de Impuesto al Valor Agregado y también de Impuesto al Patrimonio.

También es claro que cuando se diseña un régimen promocional de esta naturaleza, debe guardar un cuidadoso equilibrio con el sistema. Por supuesto, es legítimo que los actores que tratan de impulsar una actividad pretendan obtener las mayores ventajas posibles, pero también debemos velar por un conjunto de equilibrios que tienen que ver con el propio sistema que, como su nombre lo indica, guarda una cantidad de relaciones que deben ser preservadas.

La Bolsa de Valores hizo llegar sus propuestas al Ministerio de Economía y Finanzas, las analizamos y de ellas tomamos algunas, otras las adecuamos y otras las desechamos. Si el señor Presidente considera adecuado, podría analizar algunos elementos de los planteos no recogidos —sobre los que hay acuerdo no cabe abundar— y señalar cuáles son las razones por las que el Ministerio no acogió esos planteamientos.

En principio, la Bolsa de Valores propone gravar, a una tasa reducida del Impuesto a la Renta de las Personas Físicas, los intereses y los resultados por venta de certificados de participación emitidos por fideicomisos financieros realizados a plazos mayores a tres años mediante cotización pública y cotización bursátil. Los certificados de participación en los fideicomisos, desde el punto de vista económico y jurídico, tienen un tratamiento similar a lo que sería una participación patrimonial en una sociedad, más allá de que el fideicomiso es un patrimonio de afectación y tiene características propias desde el punto de vista del Derecho Comercial ya que, desde una óptica fiscal, el fideicomiso funciona como si fuera una sociedad anónima, salvo los que son de garantía. Esto quiere decir que las rentas que esos títulos patrimoniales generan pueden ser básicamente de dos tipos: por un lado, la utilidad que se distribuye con cargo a esa participación patrimonial -algo parecido a un dividendo en el caso de una sociedad anónima- y, por otro, el resultado de la enajenación de esa cuotaparte patrimonial, que puede caer en manos, por ejemplo, de una persona física que tiene una participación en ese fideicomiso y lo enajena. Cada uno de esos resultados tiene un tratamiento distinto en materia de Impuesto a la Renta de las Personas Físicas y en cuanto al Impuesto a la Renta de los No Residentes.

El planteo que realiza la Bolsa de Valores con respecto a este tema en algún caso supone un gravamen superior al que debe tributarse actualmente, y voy a explicar por qué. Actualmente, cuando las participaciones patrimoniales al portador se enajenan, no están gravadas por el Impuesto a la Renta a las Personas Físicas ni por el Impuesto a la Renta a los No Residentes. En la propuesta de la Bolsa de Valores, las grava en un 3%, lo que parece un contrasentido con respecto a lo que sería una norma exoneratoria. Señalo que sí están gravadas las exoneraciones de títulos nominativos, esto es, si una persona física o un no residente son titulares de un título nominativo, esa operación está gravada, pero tal como están planteadas las cosas es poco probable que haya títulos nominativos que transen en forma masiva en el mercado. En todo caso, si los hubiera, sería muy probable que pertenecieran a los fondos de ahorro previsional, que están exonerados, o a entidades de esa naturaleza que no pagan Impuesto a la Renta.

Otro aspecto es el de las utilidades distribuidas. Al igual que los dividendos distribuidos, las utilidades distribuidas con cargo a ese patrimonio hoy están gravadas al 7%. En este caso, la Bolsa de Valores plantea gravarlos al 7% y el Poder Ejecutivo ha recogido esa iniciativa. Por lo tanto, aquí hay un tratamiento de una carga tributaria reducida con respecto a lo que sería la carga general.

Este aporte tiene relación con el primer planteo; desde ya adelanto que voy a seguir el orden en que aparecen en la exposición de la Bolsa de Valores.

En segundo lugar, se plantea extender a las rentas generadas por los certificados de participación de fideicomisos financieros, la disposición prevista en el literal i) del artículo 22 del Título 4 del Texto Ordenado de 1996. Esta disposición establece una excepción al principio general en materia de deducción de gastos para la determinación de la renta neta para el IRAE. Para nosotros este planteamiento es inaceptable, porque se estaría estableciendo la posibilidad de deducir intereses sobre la participación patrimonial en el fideicomiso. Esto, en términos de una sociedad comercial o anónima, sería lo mismo que reducir intereses sobre el capital propio y, desde el punto de vista del concepto de sistema tributario, a nuestro juicio no es correcto. Más allá del problema de redacción que tiene la norma, creemos que hay un problema conceptual, porque en todo el sistema uruguayo no se admite la deducción de intereses sobre los fondos propios. Los certificados de participación en el fideicomiso, y para el mismo, operan igual que la financiación patrimonial, el capital. Por lo tanto, no es aceptable hacerlo para este tipo de entidades.

En tercer término, se plantea excluir a los fideicomisos financieros creados mediante oferta pública y a la nómina de sujetos pasivos del Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas y del IVA, del mismo modo que hoy están excluidos los fideicomisos de garantía. Acá también existe un problema conceptual, porque los fideicomisos de garantía fueron excluidos de la nómina de contribuyentes en la Ley de Reforma Tributaria para subsanar un error, un incorrecto enfoque conceptual que se había dado cuando se creó la Ley de Fideicomisos. El fideicomiso de garantía es absolutamente instrumental: se crea para garantizar una operación principal y, por lo tanto, no debe tener efectos tributarios; solo debe tenerlos cuando la garantía se ejecuta -lo mismo pasaría con una prenda o una hipoteca- pero no en el momento en que hay una transferencia al patrimonio de afectación para garantizar una operación.

En cambio, los fideicomisos financieros -es aquí donde está el error conceptual- tienen la característica de que su patrimonio o el pasivo contra el cual se crean, es objeto de titulación. Los fideicomisos financieros son aquellos en los que las cuotapartes patrimoniales o los subtítulos de deuda están justamente titulizados. Sin embargo, un fideicomiso financiero puede desarrollar cualquier actividad y no es aquel que tiene por objeto invertir en papeles, sino que, por ejemplo, puede ser una fábrica. Si se excluyera de la nómina de contribuyentes del IVA o del Impuesto a la Renta, a los fideicomisos financieros, también se podría estar excluyendo de esa lista a algunas empresas. Por lo tanto, se confunde el objeto del fideicomiso con la forma en que se fondea. Si el fideicomiso sale a fondearse al mercado de valores a través de la emisión de certificados de participación o de deuda, ello no involucra que ese fideicomiso pueda desarrollar cualquier actividad, como una empresa de transporte o una estancia. Insisto: cualquier actividad empresarial puede ser desarrollada por un fideicomiso financiero.

En definitiva, más allá de que ese fideicomiso se fondee en la Bolsa de Valores, nosotros de ningún modo podemos admitir que se excluya de la nómina de contribuyentes del IVA o del Impuesto a la Renta, porque se generaría una asimetría muy fuerte con respecto a otros sujetos que están en las mismas condiciones.

Asimismo, se plantea la posibilidad de otorgar a los títulos de deuda emitidos por los fideicomisos, el mismo tratamiento para el Impuesto al Patrimonio que el de las obligaciones negociables. Esta disposición ya está contemplada en la ley original de creación de los fideicomisos, puesto que el artículo 41 de la Ley Nº 17.703 dice que los títulos de deuda emitidos por los fideicomisos mediante oferta pública, tendrán el mismo tratamiento fiscal que las obligaciones negociables, y me parece sobreabundante establecer algo que ya está en la ley vigente. Además, se propone que las participaciones patrimoniales al portador tengan el mismo tratamiento, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 50, que las acciones nominativas. A este respecto, el planteo de la Bolsa de Valores se refiere al Título 14 “Impuesto al Patrimonio”, cuando en realidad debería referirse a la Ley Nº 18.083, conocida como Ley de Reforma Tributaria. ¿Qué quiere decir esto? Lo que se plantea es que las participaciones patrimoniales al portador que coticen en bolsa disfruten de la exoneración de los activos afectados a la explotación agropecuaria y el abatimiento del Impuesto al Patrimonio contra el Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas. Quizás los señores Senadores recuerden que en la Ley de Reforma Tributaria, como contrapartida de exonerar la enajenación de acciones al portador, se establece una penalización a las entidades con acciones al portador en la medida en que no gozan de la exoneración del Impuesto al Patrimonio en

relación a los bienes afectados a la actividad agropecuaria y, además, no pueden usufructuar el abatimiento del Impuesto al Patrimonio contra el Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas. Aquí se plantea que ese abatimiento y esa exoneración se mantengan en la medida en que las sociedades que sean titulares de los inmuebles rurales o de cualquier actividad que sea objeto de abatimiento, coticen en la Bolsa de Valores. La propia Ley de Reforma Tributaria faculta al Poder Ejecutivo a extender este tratamiento a las acciones que coticen en bolsa. Al respecto, el año pasado se aprobó un decreto que establece justamente que las sociedades que coticen en la Bolsa de Valores y cumplan con ciertas condiciones -como la que se refiere a que el 25% se haya integrado mediante suscripción pública- están exoneradas de Impuesto al Patrimonio y tienen derecho al abatimiento. Quiere decir que eso ya está contemplado en una disposición reglamentaria, en aplicación de la Ley de Reforma Tributaria.

Por otra parte, se propone exceptuar a los fideicomisos que coticen en la bolsa de las limitaciones establecidas para la tenencia de tierras. Si bien no se trata de un tema tributario, puedo brindar la información correspondiente a los señores Senadores. En rigor, eso ya está contemplado dentro de las excepciones que estableció la ley, que fija la titularidad nominativa obligatoria de la tierra, en el caso de las sociedades anónimas que coticen en la Bolsa de Valores y de los fideicomisos que cumplan con la misma condición. El Decreto reglamentario del Poder Ejecutivo Nº 201/08 tiene dos literales. En uno de ellos no se requiere la presentación de un proyecto, sino que se justifique que la entidad cotiza mayoritariamente en la Bolsa de Valores. Si esa condición se cumple, no hay inconveniente en que la sociedad sea titular de inmuebles rurales. El numeral 2º) de este decreto reglamentario establece dos excepciones. Una es la del literal a), que incluye a las sociedades comerciales, pero también a todas las otras entidades que cumplan con esas condiciones, y luego la de los proyectos, pero en este caso no se requiere.

Por último, se propone otorgar el incentivo de autocanalización del ahorro a las entidades que emitan acciones en la Bolsa de Valores. En rigor, el beneficio de autocanalización del ahorro está comprendido en lo que es el régimen de promoción de inversiones. Como los señores Senadores saben, hay un nuevo esquema de otorgamiento de beneficios de inversiones que se ha decantado por la exoneración directa del Impuesto a la Renta, independientemente de la forma de financiamiento del proyecto de inversión.

SEÑOR BERGARA.- Es una forma elegante de decir que ya no existe más.

SEÑOR EIBE.- La ley está vigente, pero la reglamentación ha optado por otra alternativa que le permitía la Ley Nº 16.906, que era otorgar lisa y llanamente la exoneración del impuesto, asociado a un monto de inversión. Por lo tanto, se entiende que no sería conveniente volver a un régimen de esta naturaleza cuando el otro régimen es más amplio y hace abstracción de la forma de financiamiento de la inversión.

SEÑOR PRESIDENTE.- Aunque deseaba formular una pregunta, simplemente voy a hacer un breve comentario -no tenemos mucho tiempo y seguramente todos tenemos más obligaciones que cumplir a esta hora del día- relativo a la Dirección de Asesoría Macroeconómica. Cuando el señor Presidente de la Bolsa de Valores concurrió a este ámbito, insistió mucho en que uno de los aspectos correspondía a la Comisión de Promoción. Cabe acotar que no se trata de la Comisión Nacional, con la que a veces nos podemos confundir, y eso quedó muy claro en la tarde de hoy. Asimismo, insistió en la necesidad de que el Estado tuviera una iniciativa en ese sentido en el mercado de valores, de modo tal que empresas públicas pudieran generar la posibilidad de cotización. Además, esto podría ayudar a las propias empresas, sobre todo -y eso me parece muy importante- por lo que explicó el señor Presidente del Banco Central, relativo a las normas sobre obligaciones de emisiones de oferta pública, gobierno corporativo e información de accionistas, así como a las auditorías que de alguna manera pudieran hacerlas más eficientes.

Este es un tema político difícil, pero creemos que es importante tener noción acerca de si hay voluntad política del Poder Ejecutivo en el sentido de que alguna clase de empresas -no me refiero a aquellas sobre las que hemos discutido tanto a lo largo de la actividad política en los últimos años, pero sí a las que han aparecido como subsidiarias de empresas mayores- pueda tener en el día de mañana una suerte de cotización en bolsa, de modo tal que pueda haber en ella una participación minorista como forma

de colocación de ahorro nacional. Me parece importante que esto se haga, pero no sé si hay alguna voluntad en este sentido. Hago estos comentarios sin ánimo de extendernos en esta discusión que, a mi juicio, podría ser muy larga.

SEÑOR BORCHARDT.- La captación de ahorro nacional se puede dar a través de dos vías. Las empresas públicas también pueden hacerlo a través de la emisión de obligaciones negociables, lo que ya se ha hecho y es probable que se siga haciendo en el curso de este año. De esa manera, también se aproxima al ahorrista minorista al financiamiento de las empresas públicas, pero no se trata de abrir el capital. Como se imaginarán los señores Senadores, este año es bastante complicado en cuanto a abrir el capital; no descartamos absolutamente ninguna forma de financiamiento, pero tampoco estamos promocionando esta alternativa en este momento. Sí estamos viendo con buenos ojos la alternativa de emisión de obligaciones negociables.

SEÑOR PRESIDENTE.- Si no hay más preguntas para formular, agradecemos mucho la presencia de los representantes del Banco Central del Uruguay y del Ministerio de Economía y Finanzas en la tarde de hoy, con quienes estaremos en contacto para evacuar cualquier duda que los miembros de la Comisión puedan tener sobre este tema.

Se levanta la sesión.

(Así se hace. Es la hora 17 y 34 minutos)